



RÖVIDÍTETT JEGYZŐKÖNYV

A MONETÁRIS TANÁCS

2007. JÚLIUS 23-I ÜLÉSÉRŐL

Közzététel időpontja: 2007. augusztus 17. 14 óra

A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, többször módosított 2001. évi LVIII tv.) 3.§ (1) az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként. Az MNB legfőbb döntéshozó szerve a Monetáris Tanács. A Tanács szükség szerint, de üléseinek időpontját előre meghirdetve legalább havonta kétszer ülésezik, minden hónap második ülésén tárgyalva a jegybanki alapkamatláb módosításának kérdését. Ezekről az üléseiről a Monetáris Tanács rövidített jegyzőkönyveket ad közre, amelyek még a következő kamatmeghatározó ülés előtt megjelennek. A rövidített jegyzőkönyvek két részre tagolódnak. Az első rész az MNB szakértői által a Monetáris Tanács részére készített elemzések tartalmi összefoglalójaként a gazdasági és pénzügyi folyamatokat, az előző ülés óta nyilvánosságra került új információkat ismerteti. A második rész – az előzőre támaszkodva – a döntéshozók helyzetértékelését és a döntés körüli vitát mutatja be.

A rövidített jegyzőkönyvek elérhetők az MNB honlapján:

http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_mt_jegyzokonyv

I. Makrogazdasági és pénzügyi folyamatok

A 2007 második negyedéves fogyasztói árindex, valamint a maginfláció megfelelt a májusi inflációs jelentésben adott prognózisnak. A folyamatokat leginkább megragadó, vizitdíjtól, jövedéki adótól és ÁFA-hatástól szűrt negyedéves maginflációs mutató értéke 2007 második negyedévében 4 százalék volt, ami fél százalékpontos csökkenést jelent az előző időszakhoz képest.

A rövidbázisú havi index ugyanakkor valamivel kedvezőtlenebb képet mutat. Az évesített egyhavi maginflációs index júniusi emelkedése elsősorban a nem tartós iparcikkek és a feldolgozott élelmiszerek vártnál nagyobb mértékű áremelkedésével magyarázható. Hosszabb távon kockázatként merül fel, hogy a nem tartós iparcikkek inflációja – az erős árfolyam ellenére is – a korábban feltételezettnél magasabb értéken látszik stabilizálódni. Az élelmiszerárak globális emelkedése és az olajár-emelkedés ugyancsak inflációs kockázatot hordoz. Kedvező viszont, hogy a piaci szolgáltatások inflációja továbbra is a 6 százalék körüli sávban maradt.

A konjunktúra alakulása összességében egybecseng az inflációs jelentésben felvázoltakkal. Bár a múlt hónapban megjelent részletes GDP adat a vártnál némileg magasabb fogyasztást mutatott, az azóta beérkezett adatok a konjunktúra erőteljes lassulását jelzik.

Az ipari termelési adatok a tavalyi év második felében kezdődött lassulás folytatódását mutatják. A dinamika lassulásához mind az export, mind a belföldi értékesítések hozzájárultak. Az exportértékesítések dinamikája 2006 végétől mérséklődik, a belföldi értékesítéseké pedig nagyjából stagnálás közeli állapotba került. A májusi adat illeszkedik a korábbi trendbe, de a lassulás mértéke valamivel nagyobb volt a vártnál.

A külkereskedelmi áruforgalom az ipari termeléshez hasonlóan alakult. Az év eleji időszak igen magas, 20 százalék körüli éves növekedési ütemeihez képest a tavaszi hónapokban mind az export, mind az import esetében lassulás volt megfigyelhető. Az előzetes adatok szerint májusban folytatódott a tendencia, az áruexport euróértéke 12 százalékkal, az áruimporté 11 százalékkal nőtt tavaly májushoz képest.

Ugyancsak folytatódott a kiskereskedelmi konjunktúrának a tavalyi év második negyedétől tapasztalt lassulása. Ezzel szemben figyelemre méltó, hogy a háztartások fogyasztási célú keresletének csökkenése 2007 első négy hónapjában még így is érdemben elmarad a lakossági jövedelmek reálértékének becsült csökkenésétől, valamint a lakosság fogyasztási célú – jellemzően devizában denominált – hitelkereslete korábban soha nem tapasztalt szintre emelkedett. Mindez összhangban van a lakosság esetében feltételezett fogyasztást simító magatartással.

A bruttó átlagkeresetek növekedési üteme továbbra is magas. A rendszeres bérek dinamikája növekszik. A teljes bruttó átlagkeresetek dinamikája – a prémium-kifizetéseken keresztül történő némi korrekciónak köszönhetően – az utóbbi hónapok adatai alapján stagnálni látszik. A feldolgozóipar és a piaci szolgáltatások bérindexei egyre inkább szétnyílnak: míg az előbbi körülbelül 9 százalékos szinten stagnálni (enyhén emelkedni) látszik, addig az utóbbi töretlen növekedést mutat.

Az intézményi statisztika létszámadatai az év eleje óta – csillapodó – csökkenést mutatnak a versenyszférában. Meg kell azonban jegyezni, hogy az adat jelentős módszertani

bizonytalanságot tartalmaz (pl. fehéredés). A legfrissebb LFS adatok csak a nemzetgazdaság egészére állnak rendelkezésre. Ezek az első negyedévben tapasztalt csökkenő foglalkoztatás és emelkedő munkanélküliség után április-májusban némi korrekciót jeleznek.

A külső befektetői környezet továbbra is nagyon kedvező. A friss makrogazdasági adatok alátámasztották az erős globális növekedési kilátásokat, és ez fenntartotta a kockázatos eszközök iránti befektetői keresletet. Ennek hatására folytatódott a részvénypiaci hossz, jelentős tőke áramlott feltörekvő piaci befektetési alapokba, és felértékelődtek a magas hozamú devizák. Folytatódott a kőolaj árának emelkedése is, miután erősödtek azok a félelmek, hogy a kínálat elégtelen lesz az erős konjunktúra miatt folyamatosan növekvő kereslet kielégítésére. A Brent típusú kőolaj hordónkénti ára az év eleji 50 dollár körüli mélypontról 78 dollár közelébe emelkedett.

A kockázati tényezők közül a magas kockázatú amerikai jelzáloghitelek piaca továbbra is negatívan hat a befektetői hangulatra. Egyes befektetési alapok csődjé, illetve a nagy hitelminősítők bejelentései a jelzáloghitel-termékek besorolásának vagy kilátásának rontásáról más piaci szegmensekben is a hitelfelárak emelkedését okozta. A vállalati hitelek mellett kisebb mértékben a szuverén adósságok prémiuma is nőtt. A hitelfelárak emelkedése ellenére az amerikai jelzálogpiaci fejlemények várhatóan csak marginális hatást gyakorolnak a kockázati étvágyra, amíg nem gyűrűznek át más piacokra vagy a lakossági fogyasztásra, aminek egyelőre még nem látszódnak a jelei.

A főbb piacokon megállt a hosszú hozamok emelkedése, ami szintén kedvező hatást gyakorolt a feltörekvő piacokra. Az amerikai irányadó kamat várt szinten maradása mellett a piacok arra számítanak, hogy Európában és Japánban a következő hónapokban folytatódik a kamatemelési ciklus. A kamatkülönbözet várt csökkenése hozzájárult ahhoz, hogy a dollár történelmi mélypontra gyengült az euróval szemben.

A közép-európai régió devizái a kedvező külső környezet mellett felértékelődtek, a forintárfolyam erősödése azonban elmaradt a többi devizáétól. A forint nagyon szűk sávban, 246 forint/euro körül ingadozott. Június közepétől nem folytatódott a külföldi befektetők forintkockázati kitettségének két hónapig tartó gyors csökkenése.

Az MT júniusi kamatcsökkentése meglepte az elemzőket. A kamatcsökkentésnek nem volt hatása a devizapiacra, ugyanakkor a teljes hozamgörbe lejjebb tolódott. A beárazott kamatpálya a kamatcsökkentési várakozások erősödését mutatta, a hozamgörbe az idei év végére 6,75, jövő év végére 6,25 százalékos alapkamattal konzisztens, ami közel 25 bázispontos csökkenést jelent az egy hónappal korábbi pályához képest. A piaci felmérések azt mutatták, hogy az elemzők, az alapkezelők és a devizapiaci üzletkötők egyaránt megosztottak a júliusi kamatdöntést illetően. A hosszú forint forward hozamok az euro forwardok csökkenését követték, így a hosszú felár nem változott. Ezzel szemben a magyar devizakötvény-felár más feltörekvő országok adósságának felárával együtt emelkedett.

II. A Tanács helyzetértékelése és kamatdöntése

A makrogazdasági és a pénzügyi piaci folyamatok megvitatása után az alapkamat szinten tartására, valamint 25 bázispontos csökkentésére történt javaslat.

A legfrissebb inflációs számok megítélésében a jelenlévők zöme közös állásponton volt. Bár a júniusi inflációs adat némi romlást mutatott az előző két hónaphoz képest, az emelkedés mértéke nem haladja meg az adatra jellemző zajosságot. A második negyedéves infláció és ezen belül az inflációs folyamatokat legjobban megragadó, az adó változásoktól

megtisztított maginfláció, összességében javulást mutatott. A többség úgy ítélte meg, hogy az inflációs várakozások céltól való eltávolodásának kockázata jelentősen mérséklődött, az inflációs folyamatok nagy valószínűséggel a májusi előrejelzés alappályájával konzisztensek. Mindazonáltal elhangzott olyan vélemény is, hogy a jövőben nem zárható ki új inflációs kockázatok megjelenése, elsősorban a nyersanyag- és élelmiszerárak területéről.

A tagok alapvetően egyetértettek abban, hogy a munkapiaci folyamatok megítélése továbbra is nehézségekbe ütközik. A bér- és foglalkoztatottság adatokat jelentős mértékben torzítják a szabályozási környezet változásai, ezért félrevezető lehet egy mutatóra támaszkodni; a döntések meghozatala előtt az összes rendelkezésre álló információt fel kell használni. Többen megjegyezték, hogy az a tény, hogy a versenyszféra bérdinamikája kiemelt figyelmet kapott az elmúlt időszakban, a piaci szereplőkben azt a téves benyomást keltette, hogy a kamatdöntéseket elsősorban ez a mutató határozza meg. Ennek alapján egyetértés mutatkozott abban, hogy a Tanácsnak jeleznie kell a munkapiaci adatokkal kapcsolatos bizonytalanságokat, így azt is, hogy nincs olyan egyedi mutató, amely a bérköltség-oldali inflációs kockázatokat kifejezhetné.

Többen, akik tartásra szavaztak, hangsúlyozták, hogy a jövőben látnak lehetőséget további kamatcsökkentésekre, amit a forintszeközöktől elvárt prémium jelentős csökkenése, valamint az inflációs kilátások tesznek lehetővé. Ezek a tagok azonban úgy látták, hogy a kamatcsökkentéseket csak óvatosan és fokozatosan lehet végrehajtani. Egyik tag szerint a túlságosan gyors kamatcsökkentési sorozat a kamatcsökkentési várakozások indokolatlan felerősödését okozhatja. Az is elhangzott: több jel szerint a közeljövőben csökkenhet a feltörekvő piaci befektetések iránti kereslet. Ezen túlmenően, a nagyobb jegybankok közelmúltban végrehajtott és a jövőben várt kamatemelései mérséklék a forintszeközök hozamfelárát.

Az Elnök a vitát követően szavazásra bocsátotta a felmerült javaslatokat. A szinten tartást 9 tag támogatta, 1 tag az alapkamat 25 bázispontos csökkentésére szavazott. A Monetáris Tanács így a jegybanki alapkamat 7,75 százalékos szinten tartása mellett döntött.

Szavazatok:

alapkamat 7,75%-os szinten tartása mellett:	9	Bihari Péter, Bihari Vilmos, Csáki Csaba, Hardy Ilona, Kádár Béla, Karvalits Ferenc, Kopits György, Oblath Gábor, Simor András
alapkamat 7,50%-ra csökkentése mellett:	1	Bánfi Tamás

Jelen voltak:

Simor András elnök
 dr. Bánfi Tamás
 Bihari Péter
 Bihari Vilmos
 dr. Csáki Csaba
 dr. Hardy Ilona

dr. Kádár Béla
 Karvalits Ferenc
 dr. Kopits György
 dr. Oblath Gábor

A Kormányt Tabák Péter, a Pénzügyminisztérium főosztályvezetője képviselte.

A Tanács következő kamat-meghatározó ülését 2007. augusztus 27-én tartja, amelyről, amelyről 2007. szeptember 7-én 14 órakor tesz közzé rövidített jegyzőkönyvet.